

医疗服务

“秀发经济”生机勃勃，雍禾医疗领跑全国

毛发医疗行业蓬勃发展，植发医疗服务市场渗透率极低，未来增长可期

毛发医疗行业两大细分领域——植发行业及医疗养固行业将在未来齐头并进，弗若斯特沙利文预计植发医疗服务市场将在 2020-2025 年从 134 亿元人民币增长至 378 亿元人民币，复合增长率达 23.0%，至 2030 年有望达 756 亿元人民币，2025-2030 年复合增长率达 14.9%，此外国内植发市场在目前有份额较大、渗透率极低的特点，在 2020 年于毛发医疗服务市场中占比 72.8%，而渗透率仅为 0.21%；医疗养固市场在 2020-2030 年将从 50 亿元人民币扩大至 625 亿元，年复合增长率高达 25.4%，同时在毛发医疗服务市场的份额不断增加，预计在 2020/2025/2030 年份额分别为 27.2%/32.9%/45.3%。

雍禾医疗植发业务获得国内首项 ISO 国际认证，服务规范性深入人心

目前国际上最受认可的植发技术仅有 FUT（毛囊单位移植）及 FUE（毛囊单位提取）两种，在国内植发行业中，存在对植发技术的命名不规范的现象，而这些技术在本质上仍为 FUE 技术，雍禾医疗在 2010 年推出区别于传统 FUE 的 FUE-APL 1.0，在实现技术改良的同时坚持规范命名、杜绝过度营销的原则，于同年向国际 ISO 组织认证部门提供了 1257 例毛发移植手术案例，获得了 ISO9001 国际认证，自此公司植发技术的可靠性得到权威背书，同时树立了保证规范性及可靠性的经营理念，随后通过推出担保服务协议、医生“三透明保证”，以及直播植发程序等方式进一步强化，有利于进一步提高消费者对公司技术的信赖，加强客户粘性。

雍禾医疗医疗机构数量业内第一，规模优势进一步强化品牌效应

雍禾医疗在 2013 年启动连锁经营战略，并在此后高效落实，在 2018-2020 年间持续开设新医疗机构，进度平稳，已从 2018 年初的 22 家增加至 2021 年 6 月时的 51 家，覆盖全国 50 个城市，且已基本覆盖全国主要省份，51 家植发医疗机构中成熟院部广泛分布在多个公司机构网络已覆盖的省份，且相对集中在国内高收入地区，支持公司在业务扩张阶段把握市场先机，强化品牌效应。

雍禾医疗独创“店中店”运营模式，进军高增长医疗养固市场。

医疗养固服务相对植发而言更易负担，同时又相对非医疗治疗手段更为可靠有效，目前国内有越来越多的人患有毛发早期问题，医疗养固市场将在需求增长及“轻医疗”属性的双轮驱动下快速发展，到 2030 年市场规模将从 2020 年的 50 亿元人民币扩大至 625 亿元，年复合增长率高达 25.4%，且将在 2020-2025 年从 27.2%扩大至 32.9%，并在 2030 年进一步扩大至 45.3%。雍禾医疗于 2018 年凭借强大的医疗服务能力及史云逊在毛发修复方面的丰富经验，通过在各家医疗机构以店中店模式设立史云逊医学健发中心进入医疗养固领域，有利于借助相对成熟的植发业务使医疗养固业务快速获得客流量，公司医疗养固业务在设立后取得了快速的发展，至 2020 年在医疗养固服务收入、医疗机构数目方面于所有医疗机构中排名第一。

雍禾医疗商研并重，优质合作进一步强化雍禾医疗竞争力。

2021 年公司与中山大学毛囊再生研究团队达成战略合作，将通过建立产学研合作机制，共同利用毛囊再生研究平台，就人体毛囊再生技术进行攻关，同时开展抗焦虑型脱发药物等多项研发；此外雍禾医疗已设计出一套全面的营销策略，以线上与线下相结合的方式，使用多种形式的广告来宣传公司的产品及服务，其合作方包括多家大型互联网名企，有助于在目前植发行业集中度较低的状况下进一步提高品牌知名度，从而不断提高市场份额。

风险提示：机构扩张与升级致使费用难以控制的风险；国内植发行业竞争加剧的风险；医疗事故及公司员工不当行为造成顾客索赔的风险

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

内容目录

1. 雍禾医疗：国内毛发医疗服务龙头，业务多元且成长稳健	4
1.1. 公司架构与业务发展相匹配，专业化董事团队引领公司稳步成长	4
1.2. 提供多元化的一站式毛发医疗服务，全面满足患者需求	7
1.3. 网络扩张推动收入水平快速提升，盈利水平同步改善	8
2. 毛发医疗服务市场增长潜力可期，雍禾医疗有望保持领先	9
2.1. 植发医疗服务：市场渗透率极低，雍禾医疗已实现业内“四个第一”	9
2.2. 医疗养固服务：高增长细分领域，雍禾医疗迅速实现市占第一	14
2.3. 雍禾医疗发展战略清晰，持续扩大品牌影响力	15
3. “拓版图”与“抓重点”并举，雍禾医疗持续建设机构网络	15
3.1. 医疗机构数目稳步递增	15
3.2. 五大核心城市机构成长稳健	16
3.3. 雍禾医疗逐步点亮区域地图，深度开发核心市场	17
4. 商研并重，优质合作进一步强化雍禾医疗竞争力	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：股权较为集中，系统化的附属公司架构支持多元业务发展	5
图 2：公司连锁经营规划落地迅速，且在发展过程中始终重视可靠性保证	6
图 3：一站式体系为患者提供全方位的毛发问题解决方案	7
图 4：在 2018-2020 年公司营业收入快速增长，净利率水平在网络扩张期同步改善	8
图 5：两大业务板块齐头并进	8
图 6：随着机构网络建设的推进，成熟院部收入占比逐渐提升	8
图 7：毛发医疗服务市场划分	9
图 8：国内植发医疗服务市场规模将在未来持续扩张	10
图 9：连锁民营植发机构市场份额较大，且有进一步提升空间	10
图 10：公司掌握的 FUE 植发技术相对于传统技术效果更加自然，无需等待生长期	11
图 11：聚焦手术中的关键环节，推出能够提高毛囊成活率的 FUE-APL 2.0 技术	11
图 12：雍禾医疗于国内植发行业中在技术及运营方面最具规范性	12
图 13：FUE-APL 1.0 为国内首项获得 ISO9001 国际认证的植发技术	12
图 14：雍禾医疗植发服务具有专业美学设计优势	12
图 15：雍禾医疗独特的加密技术 LATTICE 可避免伤及种植区原有毛发	13
图 16：雍禾医疗植发医疗服务收入位列第一，远超第二位	13
图 17：雍禾医疗植发医疗服务累积患者数位列第一	13
图 18：雍禾医疗植发医疗服务机构数位列第一	13
图 19：雍禾医疗植发医疗服务注册医生数位列第一，远超第二位	13
图 20：国内医疗养固服务市场规模将在未来高速扩张	14
图 21：雍禾医疗医疗养固服务收入位列第一	14
图 22：雍禾医疗医疗养固服务机构数位列第一	14

图 23: 雍禾医疗以成为一站式毛发医疗服务全球领导者为愿景, 制订了清晰的发展战略	15
图 24: 雍禾医疗机构网络已基本覆盖全国主要省份	16
图 25: 雍禾医疗与中山大学达成人体毛囊再生技术战略合作	18
图 26: 雍禾医疗与多家大型互联网企业建立合作, 形成多样化的营销策略	18
表 1: 公司各董事深耕毛发医疗行业及投资管理等领域逾十年	6
表 2: 公司医疗机构数目稳步递增	16
表 3: 五大核心城市机构成长稳健, 受疫情冲击有限	17
表 4: 雍禾医疗将在 2021-2022 年逐步点亮区域地图, 深度开发核心市场	17

1. 雍禾医疗：国内毛发医疗服务龙头，业务多元且成长稳健

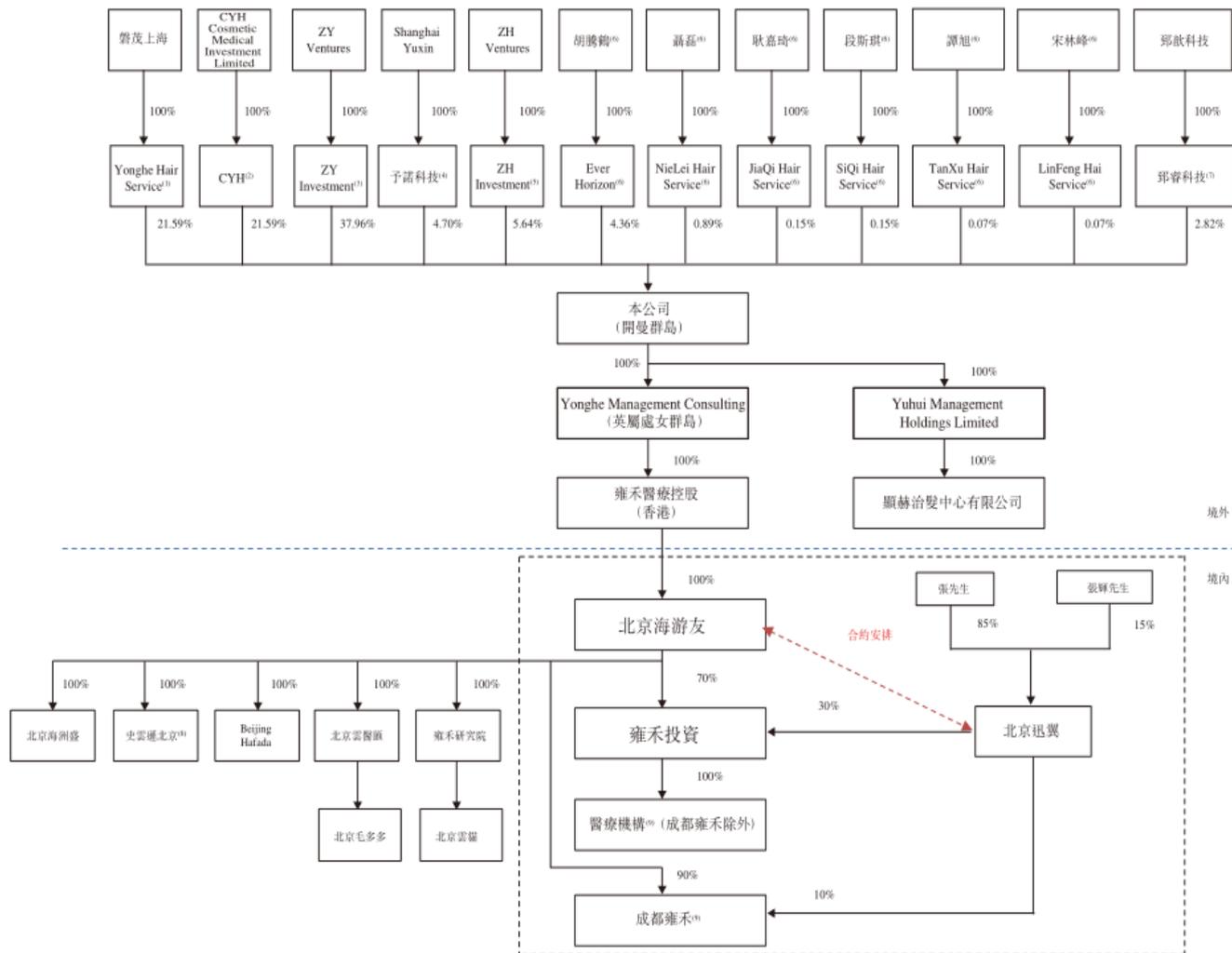
雍禾医疗深耕国内毛发医疗行业十余年，专注于提供一站式毛发医疗服务，是国内最大的毛发医疗服务供应商，在国内所有毛发医疗服务提供商中，公司的植发医疗服务在 2020 年实现了在总收入、注册医生人数、运营中医疗机构数、就诊植发患者人数四个方面排名第一，医疗养固服务在 2020 年实现了在总收入、医疗机构数两个方面排名第一。公司制订了从一线城市向二线及低线城市的战略性扩张计划，从而在实现业务快速增长的同时持续扩大地理覆盖范围，截至 2021 年 6 月，公司运营着 51 家医疗机构，覆盖国内 50 个城市，已成为国内覆盖面最广的连锁植发医疗机构。

1.1. 公司架构与业务发展相匹配，专业化董事团队引领公司稳步成长

股权较为集中，有利于公司在扩张期快速发展。公司目前的前三大股东为 ZY Ventures、磐茂上海、CYH Cosmetic Medical Investment Limited，分别持有 37.96%、21.59%、21.59% 的股份，其中 ZY Ventures 的全部股本由 Trident Trust Company 作为 ZY Trust 的受托人全资拥有，ZY Trust 是由公司创始人张玉为其自身及其家庭成员设立的全权信托，加上张玉先生通过予诺科技所持有的 4.70% 股份，本公司归属于张玉先生的股份累计为 42.66%，决策权较为集中。

系统化的附属公司架构支持多元业务发展。公司间接全资控股各家医疗机构，及史云逊北京、显赫治发中心（公司分别于 2017、2021 年收购），其中史云逊北京在此前为史云逊护发有限公司的全资子公司，史云逊为源自伦敦的全球知名品牌，拥有逾六十年提供毛发修复产品和服务的经验，助力公司在 2018 年进军医疗养固服务领域，显赫治发中心于香港成立，公司以此项收购将业务拓展至国内内地之外。

图 1：股权较为集中，系统化的附属公司架构支持多元业务发展

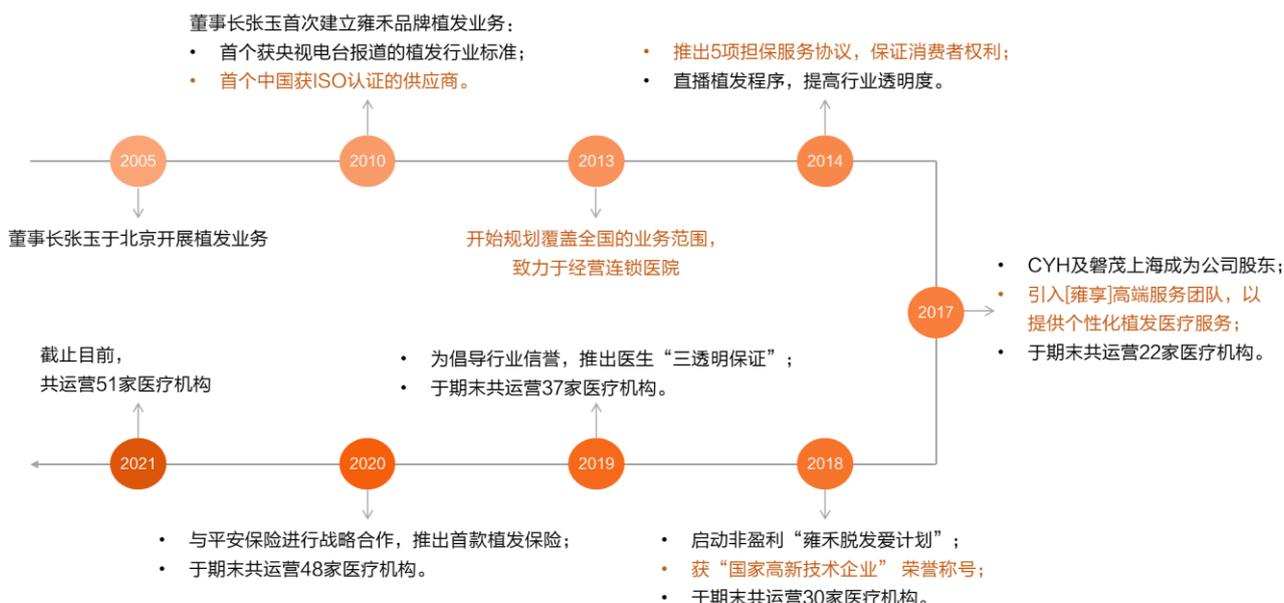


资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：截至 2021 年 6 月

公司历史悠久，一路秉承扩大经营规模与提升服务可靠度的发展理念。公司创始人张玉先生早在 2005 年即认识到了国内植发行业的增长潜力，于北京开展植发行业，在 2010 年推出自主研发的 FUE-APL 1.0 植发技术。雍禾医疗作为国内首家植发机构获得 ISO 国际认证，公司树立了保证规范性及可靠性的经营理念，随后通过推出担保服务协议、医生“三透明保证”，以及直播植发程序等方式进一步强化。2013 年，公司启动连锁经营战略，并在此后落实，至 2021 年 6 月，公司已运营 51 家医疗机构，机构数目及覆盖地理范围在行业内保持领先。

图 2：公司连锁经营规划落地迅速，且在发展过程中始终重视可靠性保证



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

管理团队深耕毛发医疗行业及投资管理等领域逾十年，为公司长足发展提供丰富经验及雄厚资源。董事长张玉先生在医疗养固服务行业超过 16 年，自 2018 年起担任国内非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛发医学与头皮健康管理学组副组长。公司核心管理团队职责明确，在毛发医疗、有机及高分子化学、投资及管理、金融及银行等领域均积累了丰富的从业经验。

表 1：公司各董事深耕毛发医疗行业及投资管理等领域逾十年

公司董事	职位	职责	专长领域及资历
张玉先生	创办人、执行董事、董事会主席及首席执行官	整体战略规划、业务方向及运营管理	投身医疗养固服务行业超过 16 年，于 2005 年进入植发领域，自 2018 年起担任国内非公立医疗机构协会皮肤专业委员会毛发医学与头皮健康管理学组副组长。
张辉先生	执行董事、采购总监	整体采购管理及业务发展	在医疗养固服务行业积累超过 10 年经验。
翟锋先生	非执行董事	就公司的战略发展提供意见	于投资及管理行业拥有超过 30 年经验，于 1991-2012 年就职于宝洁国内并在最终成为大中华区销售总裁，于 2013-2018 年任上海磐信夹层投资管理有限公司总经理，于 2014-2019 年担任威海光威复合材料董事，于 2017-2019 年担任北京华聊商厦董事，于 2015、2016 年起，分别担任陕西旅游、中智关爱通科技董事，于 2019 年起担任北京磐茂投资管理有限公司董事总经理。
耿嘉琦先生	非执行董事	就公司的战略发展提供意见	于投资及管理行业拥有超过 13 年经验，于 2008-2010 年担任北京弘毅远方投资顾问有限公司高级投资经理，于 2015-2018 年担任上海磐信股权投资管理有限公司投资总监，于 2016-2019 年担任王府井集团董事，于 2019-2020 年担任天津磐茂企业管理合伙企业投资总监，于 2020 年起担任北京磐茂投资管理有限公司投资总监。
王继萍女士	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	在植发手术行业拥有超过 18 年经验，分别于 2003-2008 年、2003-2006 年任北京协和医学院整形外科医院毛发移植中心、门诊部主任，于 2008-2020 年担任解放军总医院第四医学中心毛发移植中心主管。
陈炳钧先生	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	于金融及银行业拥有超过 20 年经验，于 2000-2004 年任三元集团执行董事，于 2005-2011 年任职于法国巴黎资本亚太有限公司并在最终成为企业财务-大中华区主管部董事总经理，于 2011- 年担任 Piper Jaffray Asia Limited 负责人，于 2012-2017 年担任中信国通投资管理有限公司首席运营官，于

		2017-2019 年担任高雅光学国际集团首席财务官，于 2019 年起任银城国际控股独立非执行董事。	
李小培先生	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	于有机及高分子化学行业拥有超过 10 年经验，自 2020 年起担任天津长元医药科技有限公司技术顾问。

资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

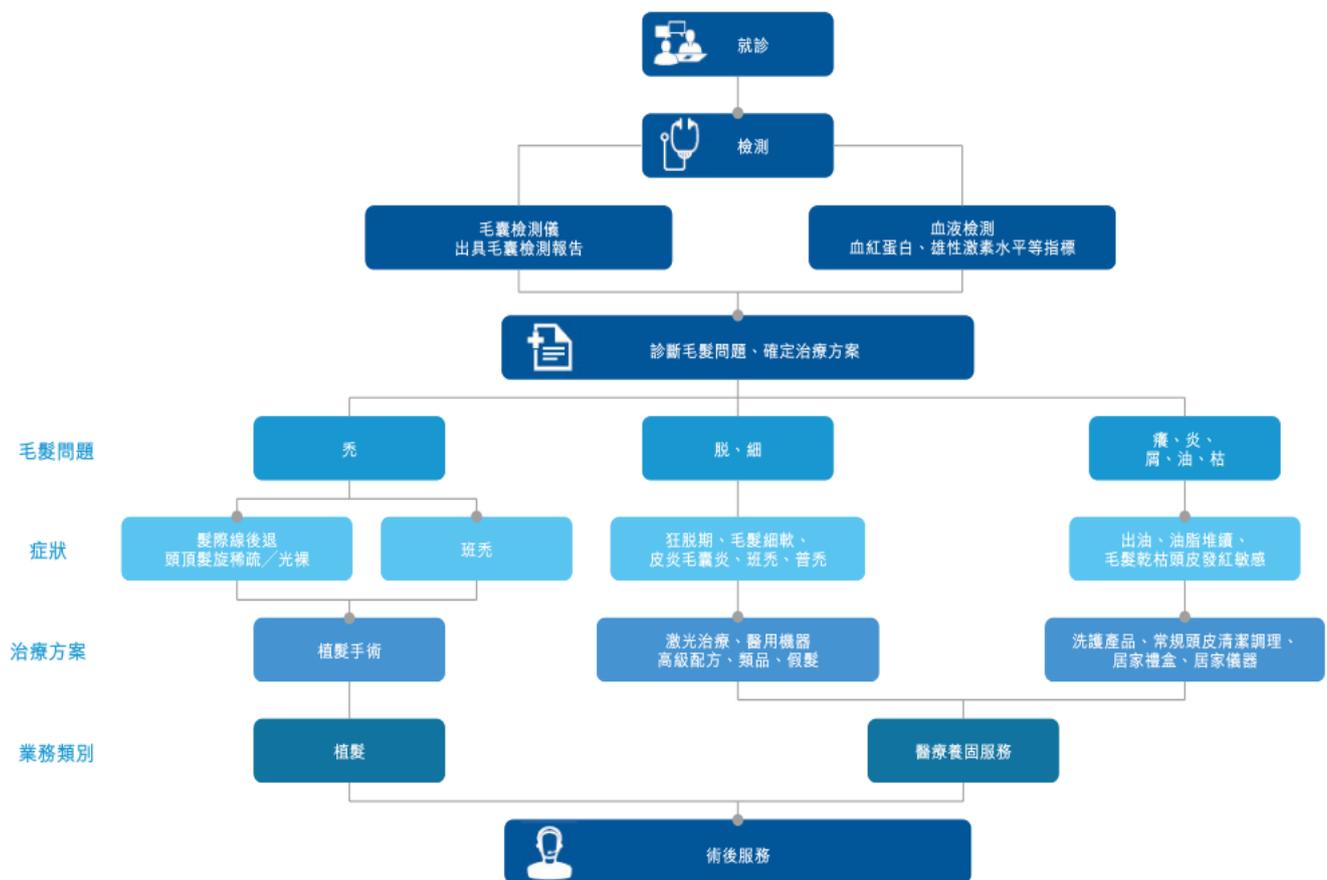
1.2. 提供多元化的一站式毛发医疗服务，全面满足患者需求

持续不断的产品和服务创新，构建一站式毛发医疗服务体系。公司目前已形成了具备手术、仪器、药物等多种治疗手段的毛发医疗服务一站式体系，贯穿就诊与检测、诊断和治疗规划、治疗及治疗后服务等所有主要诊疗环节。

在检测环节，公司使用自主研发的毛发检测仪，可精准测量毛发长度及直径，准确分析脱发程度，并对男性患者进行雄激素性秃发风险检测，对女性患者进行肾上腺分泌雄激素以及血清铁蛋白水平的脱发激素检测，从而得到全面可靠的检测报告。在诊断和治疗规划环节，医生根据检测报告形成专业意见，结合患者自身需求确定治疗方案，公司定期邀请知名三甲医院医生前来培训及交流，使公司的诊断能力不断提升。

在治疗环节，公司可依据患者毛发问题的严重程度提供植发或医疗养固服务，从而使公司业务可针对性地面向具有毛发问题的各类细分人群，其中植发指从后枕部优质毛囊区提取毛囊并移植至头发光裸及稀疏部位的外科手术，公司策略性地建立一套多等级服务体系，包括普通级服务、优质级服务、雍享级服务，根据医生经验及技能进行区分，以满足患者的多样化需求；医疗养固结合了医疗设备和药物等多种非手术治疗方法，适用于不必要或不适合植发的患者。

图 3：一站式体系为患者提供全方位的毛发问题解决方案

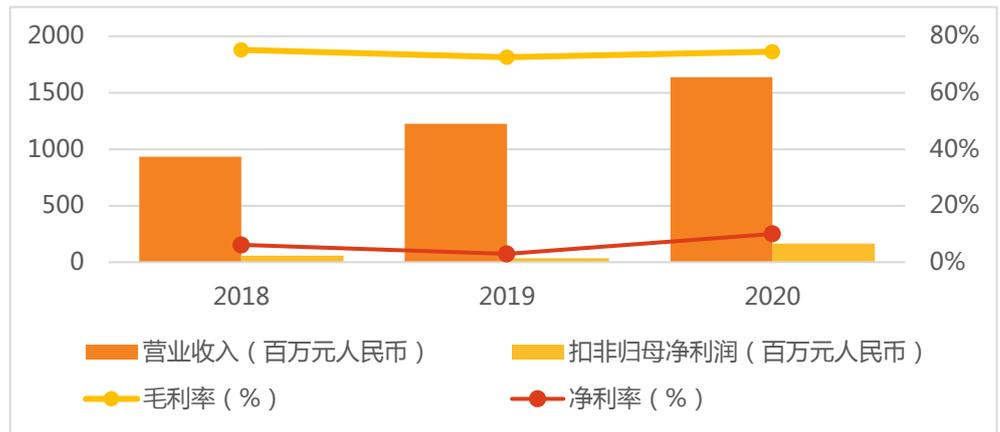


资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

1.3. 网络扩张推动收入水平快速提升，盈利水平同步改善

受医疗机构网络扩张的推动，公司的植发及医疗养固服务两大业务板块齐头并进，整体收入快速增长，在 2018、2019、2020 年营业收入分别达 9.35、12.24、16.39 亿元人民币，增速在 2019、2020 年保持 30% 以上的较高水平。公司毛利率在 2018-2020 年基本维持稳定，由于公司医疗养固业务在 2019 年进入起步阶段，整体毛利率从 2018 年的 75.2% 微降至 72.6%，而在 2020 年医疗养固业务规模效应逐渐显现，板块毛利率由 2019 年的 32.0% 大幅增长至 73.8%，将整体毛利率推升至 74.6%，与此同时，公司在医疗机构网络建设期合理控费，净利率水平从 2019 年的 2.95% 显著提升至 10.02%。

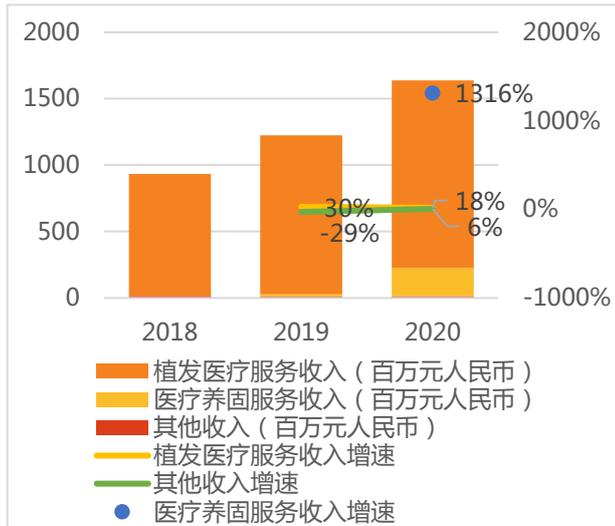
图 4：在 2018-2020 年公司营业收入快速增长，净利率水平在网络扩张期同步改善



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

业务结构有所优化，机构网络成熟度逐渐提升。公司主力业务植发服务在 2018-2020 年稳步成长，植发服务在 2019、2020 年的收入增速分别达到 30%、18% 的较高水平，并自 2019 年底加大力度发展医疗养固业务，在 2020 年植发医疗服务及医疗养固服务收入分别为 14.13/2.13 亿人民币，核心竞争力持续加强，业务结构同步优化。公司在 2018-2020 年间成熟院部（成立 3 年以上的院部）收入占比从 60% 逐渐提升至 74%，成熟院部在 2019、2020 年的收入增速分别高达 50%、44%，机构网络体系逐渐成熟，核心院部营运能力不断增强。

图 5：两大业务板块齐头并进



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：其他收入为收购史云逊健发中心产生的收入

图 6：随着机构网络建设的推进，成熟院部收入占比逐渐提升



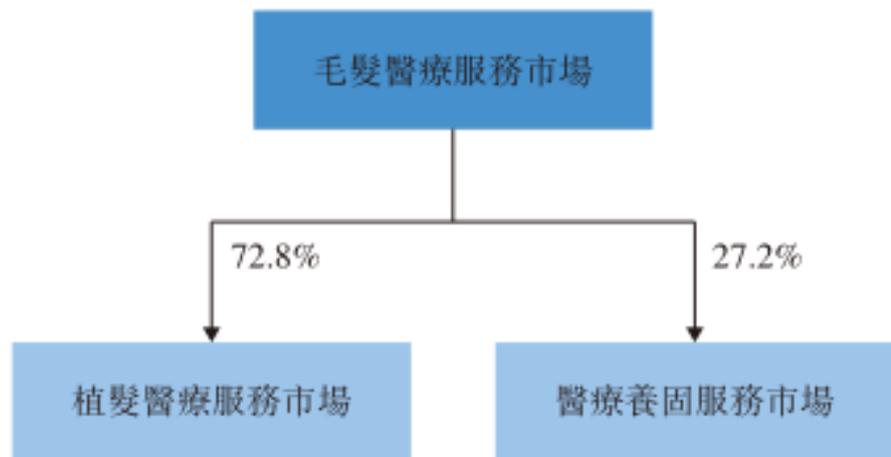
资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

2. 毛发医疗服务市场增长潜力可期，雍禾医疗有望保持领先

国内毛发医疗服务市场有望在未来保持较高的增速。根据雍禾医疗招股书，国内毛发医疗服务市场自 2016 年以来大幅增长，市场规模由 2016 年的 78 亿元人民币增加至 2020 年的 184 亿元人民币，年复合增长率为 23.9%，预期到 2025 年及 2030 年，市场规模将分别进一步增加至 562 亿元人民币、1381 亿元人民币，2020-2025 年及 2025-2030 年的年复合增长率分别保持在 25.0%、19.7% 的较高水平。

国内毛发医疗服务市场根据是否进行手术可分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场，于 2020 年，植发医疗服务市场及医疗养固市场分别占毛发医疗服务市场的 72.8% 及 27.2%。

图 7：毛发医疗服务市场划分



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

2.1. 植发医疗服务：市场渗透率极低，雍禾医疗已实现业内“四个第一”

植发医疗服务市场渗透率极低，未来增长潜力可期。国家卫生健康委员会的调查显示，2020 年国内脱发人口超过 2.5 亿人，2020 年国内植发手术仅约 51.6 万例，现阶段的植发市场渗透率极低，仅为 0.21%。在植发医疗服务可负担性的提升、植发知识的普及、植发技术的发展等多重因素驱动下，相关的未满足需求有望在未来逐渐释放，使国内植发医疗服务市场规模稳步扩张。

根据弗若斯特沙利文数据，国内植发医疗服务市场规模在 2020 年为 134 亿元人民币，预计到 2025 年达 378 亿元人民币，2020-2025 年复合增长率达 23.0%，植发医疗服务市场到 2030 年有望达 756 亿元人民币，2025-2030 年复合增长率达 14.9%。

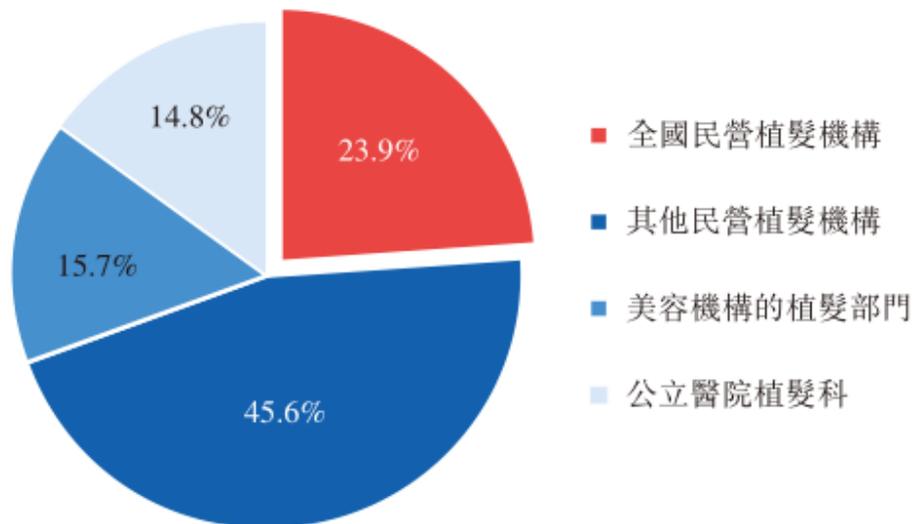
图 8：国内植发医疗服务市场规模将在未来持续扩张



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

民营连锁医疗服务机构在国内植发医疗服务市场中份额较大，且有进一步提升空间。国内提供植发医疗服务的医疗机构非常广泛，包括公立医院、全国（连锁）民营医疗机构、其他（单体）民营植发机构、美容机构的植发部门，其中民营医疗机构拥有更丰富的植发手术经验，因此在现阶段占据较大份额，并且连锁机构相对单体机构而言能够提供更好的质量保证，将受到更多潜在患者青睐。根据弗若斯特沙利文数据，连锁民营植发机构在现阶段的市场份额已达 23.9%，且有望在未来渗透潜在患者人群的同时进一步提升市场份额。

图 9：连锁民营植发机构市场份额较大，且有进一步提升空间



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

雍禾医疗是国内植发领域的领先者，公司在技术层面具备四大优势，具体如下：

1) 自主研发的 FUE 技术不需剃发，更适合长发消费者植发，相对传统技术更具先进性。公司在 2010 年推出区别于传统 FUE 的 FUE-APL 1.0，相对传统技术而言具有不需剃发、效果自然、无需等待生长期的优势，能为患者带来更好的治疗体验。

雍禾医疗推出的 FUE-APL 1.0 为国内首项获得 ISO9001 国际认证的植发技术。2010 年，公司向国际 ISO 组织认证部门提供了 1257 例毛发移植手术案例，获得了 ISO9001 国际认证，公司植发技术的可靠性得到权威背书。

图 12：雍禾医疗于国内植发行业中在技术及运营方面最具规范性

行业乱象	VS	雍禾植发
五花八门的营销包装 误导消费者不知如何选择	技术名称	FUE植发 FUE点阵加密植发
护士做手术 新人来练手 无资质 效果没保障	操作人员	医护人证合一 证件现场查验 医生全程参与
低价促销 隐形消费 看人下菜	价格	明码标价 手术预约金保障协议
低价陷阱 虚报数量 过度医疗	毛囊数量	现场查验 诚信医疗 透明医疗

资料来源：新氧 APP，天风证券研究所

图 13：FUE-APL 1.0 为国内首项获得 ISO9001 国际认证的植发技术



资料来源：雍禾医疗官方公众号，天风证券研究所

3) 雍禾医疗专业植发服务具有独特的美学设计优势。公司在发展过程中，形成了具有雍禾特色的专业化美学设计理念，在提供植发服务的同时，可根据患者自身情况及美学偏好，通过六点定点、分区设计、发际线形状选择的方式，设计出适合患者五官及脸型的发际线，并将发际线划分为五个区域，以粗细头发结合种植从而达到自然的效果。

图 14：雍禾医疗植发服务具有专业美学设计优势



资料来源：新氧 APP，天风证券研究所

4) 雍禾医疗原创加密植发技术具有不伤及种植区原有头发的优势。目前雍禾有两种主流技术 FUE-APL 2.0 和 LATTICE，前者无痕，后者加密，配合使用可达到更理想的效果。加密技术 LATTICE 采用最优排列原理实现高密度种植，具有不开刀、不打孔、即插即种的优点，区别于 U 型种植笔，LATTICE 独特的 V 型种植笔不会伤及种植区原有头发，目前仅雍禾医疗一家具备此项技术。

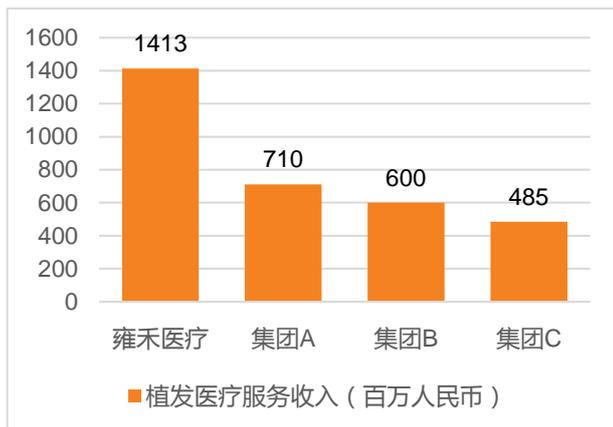
图 15：雍禾医疗独特的加密技术 LATTICE 可避免伤及种植区原有毛发



资料来源：雍禾医疗官方公众号，天风证券研究所

公司市场份额持续提升，已实现业内“四个第一”。公司在 2018-2020 年市场份额分别达 9%、10%、11%，至 2020 年已在植发服务收入、接受植发医疗服务患者人数、提供植发医疗服务机构数目、注册医师人数四个方面于所有医疗机构中位列第一，且在收入及注册医师人数方面远超第二位。

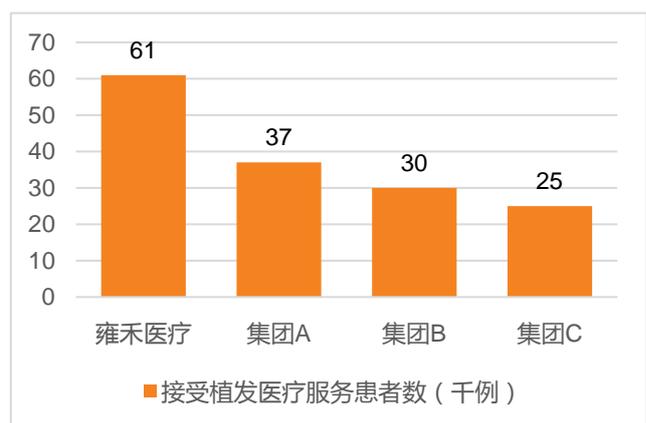
图 16：雍禾医疗植发医疗服务收入位列第一，远超第二位



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：2020 年数据

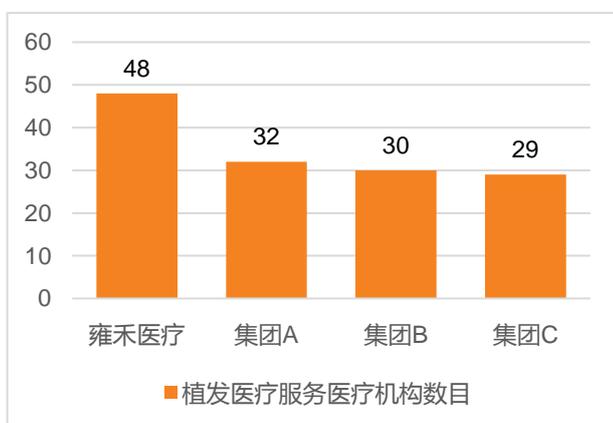
图 17：雍禾医疗植发医疗服务累积患者数位列第一



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：2020 年数据

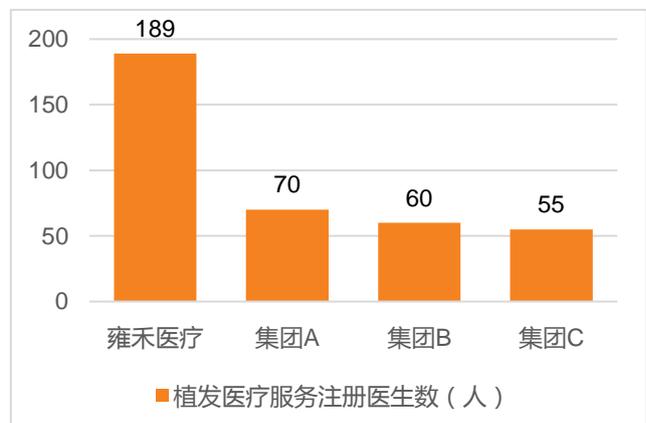
图 18：雍禾医疗植发医疗服务机构数位列第一



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：2020 年数据

图 19：雍禾医疗植发医疗服务注册医生数位列第一，远超第二位



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：2020 年数据

2.2. 医疗养固服务：高增长细分领域，雍禾医疗迅速实现市占第一

需求增长及“轻医疗”属性推动医疗养固服务行业快速发展。医疗养固服务指由持牌医疗机构提供非手术治疗，以解决脱发、发质细软、头皮瘙痒及头皮出油等各种头皮及毛发问题，相对植发而言更易负担，同时又相对非医疗治疗手段更为可靠有效，目前国内有越来越多的人患有毛发早期问题，医疗养固市场将在需求增长及“轻医疗”属性的双轮驱动下快速发展，根据弗若斯特沙利文，到2030年市场规模将从2020年的50亿元人民币扩大至625亿元，年复合增长率高达25.4%，同时在毛发医疗服务市场的份额不断增加，预计在2020-2025年从27.2%扩大至32.9%，并在2030年进一步扩大至45.3%。

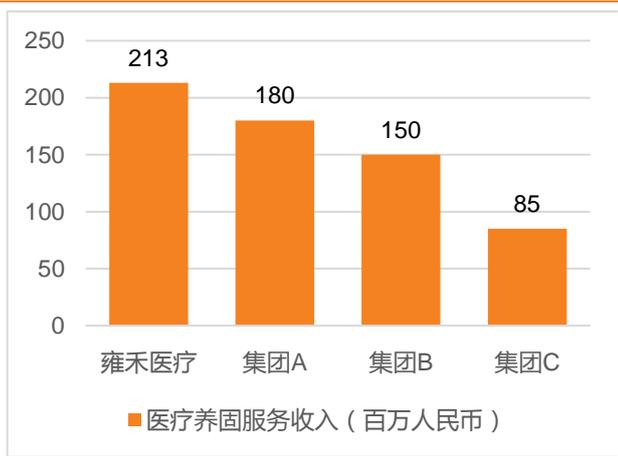
图 20：国内医疗养固服务市场规模将在未来高速扩张



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

医疗养固市场较为分散，史云逊健发经验助力公司快速成为业内龙头。于2018年起，公司凭借强大的医疗服务能力及史云逊在毛发修复方面的丰富经验，通过在各家医疗机构以店中店模式设立史云逊医学健发中心进入医疗养固领域，有利于借助相对成熟的植发业务使医疗养固业务快速获得客流量，公司医疗养固业务在设立后取得了快速的发展，至2020年在医疗养固服务收入、医疗机构数目方面于所有医疗机构中排名第一，占据约5%的市场份额。

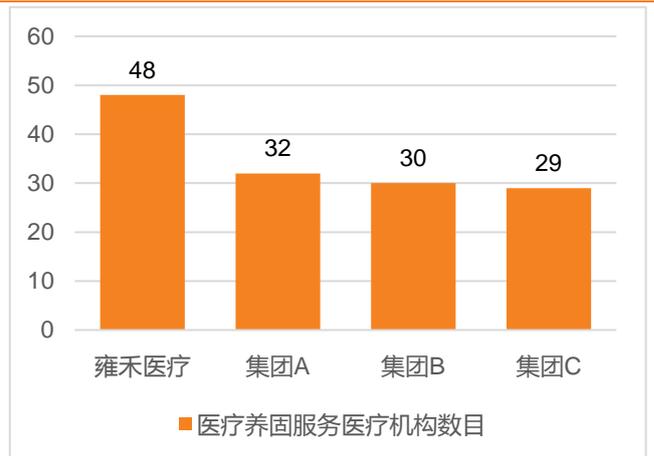
图 21：雍禾医疗医疗养固服务收入位列第一



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：2020年数据

图 22：雍禾医疗医疗养固服务机构数位列第一



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

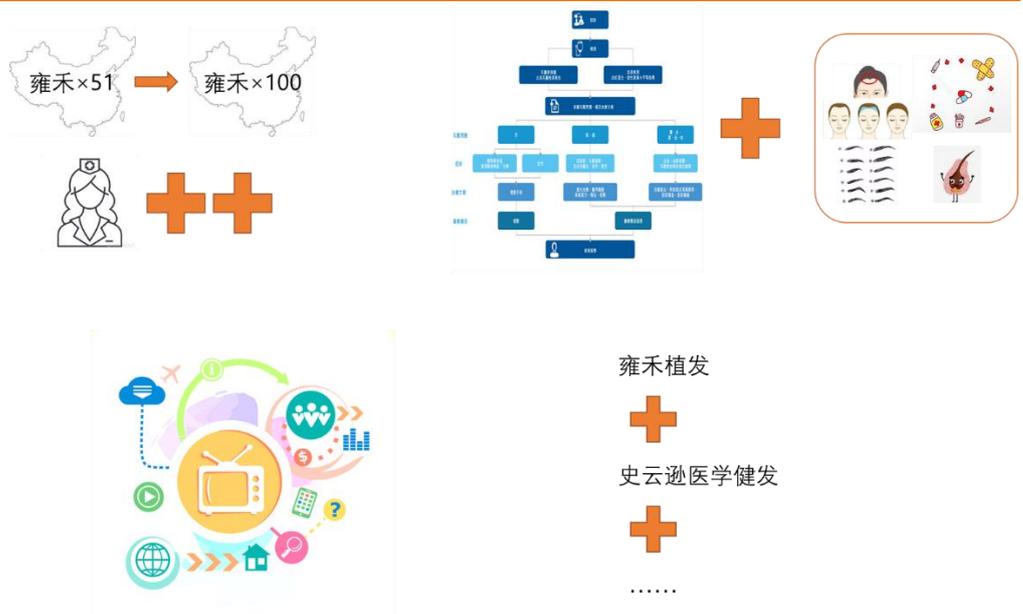
注：2020年数据

2.3. 雍禾医疗发展战略清晰，持续扩大品牌影响力

公司以成为一站式毛发医疗服务全球领导者为愿景，制订了清晰的发展战略：

- 1) **继续推进医疗机构扩张升级，加强人才培养和引进。** 医疗机构方面，公司将通过向低线城市渗透以进一步扩大地理覆盖范围，植发医疗机构数量将在未来几年内达到近 100 家，同时将一线城市及省会城市的医疗机构升级为综合毛发医院；人才队伍方面，公司计划与高校、三甲医院合作以引入更多专业人才，持续引进公立医院的毛发诊疗专家医生进行坐诊、人才带教培训。
- 2) **继续推进产品及服务创新，拓展毛发医疗服务的一站式体系。** 公司将在未来持续推出创新性产品及服务，包括针对客户美颜需求的美人尖植发、降低发际线及眉毛移植，新型手术器械及医疗养固设备，定制化的术后服务与产品，毛囊再生技术等。
- 3) **继续运用数字化科技。** 智能服务方面，公司将开发富弹性并可扩展的信息技术体系以配合其一站式服务，并计划引进研发自动化毛囊检测仪及毛囊移植机械臂等高新技术手术设备或器械；数据分析方面，公司将改善就诊资料收集和实时展示，以进一步促进训察屋敷透明化；线上服务方面，公司将持续推动线上医院服务建设，以进一步提升患者就诊体验。
- 4) **整合行业资源，提倡多品牌战略。** 除公司的成熟品牌雍禾植发外，公司将在未来进一步推广史云逊医学健发等新品牌，并已着手开发以女性患者为目标的植发品牌，此外公司还将创新与供应链上下游企业的合作模式，达到更大的协同效应，以扩大公司的品牌影响力。

图 23：雍禾医疗以成为一站式毛发医疗服务全球领导者为愿景，制订了清晰的发展战略



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

3. “拓版图”与“抓重点”并举，雍禾医疗持续建设机构网络

3.1. 医疗机构数目稳步递增

公司在 2018-2020 年间持续开设新医疗机构，已从 2018 年初的 22 家增加至 2021 年 6 月时的 51 家，预计将在 5 年左右实现公司拟达到近 100 家医疗机构数量的目标。

表 2：公司医疗机构数目稳步递增

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 (截至 6 月)
期初运营中医疗机构数目	22	30	37	48
期内开设新建医疗机构数目	8	7	11	3
期末运营中医疗机构数目	30	37	48	51

资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

截至 2021 年 6 月，公司 51 家植发医疗机构覆盖全国 50 个城市，且已基本覆盖全国主要省份，51 家植发医疗机构中包括 24 个成熟院部（成立超过 3 年）、17 个发展期院部（成立 1~3 年）、10 个新建院部（成立不到 1 年），其中成熟院部广泛分布在多个公司机构网络已覆盖的省份，且相对集中在国内高收入地区，支持公司在业务扩张阶段把握市场先机。

图 24：雍禾医疗机构网络已基本覆盖全国主要省份



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

3.2. 五大核心城市机构成长稳健

公司在一线城市销售规模保持快速增长。按销售区域划分，公司前五大医疗机构在 2018-2020 年稳步成长，除北京雍禾在 2020 年受疫情政策的轻微影响以外，其余四家机构均保持了两年收入增长，而北京雍禾的营运自 2020 年 4 月起迅速恢复，于 2020 年下半年实现了 10.5% 的同期增长。

表 3：五大核心城市机构成长稳健，受疫情冲击有限

单位：百万元	2018 年	2019 年	2020 年
北京雍禾全年收入	142.30	145.73	140.32
同比增长 (%)		2.4%	-3.7%
广州雍禾全年收入	73.70	100.34	105.79
同比增长 (%)		36.15%	5.4%
深圳雍禾全年收入	59.97	89.09	104.18
同比增长 (%)		48.56%	16.94%
成都雍禾全年收入	46.78	53.58	80.21
同比增长 (%)		14.54%	49.69%
上海雍禾全年收入	53.41	61.72	77.49
同比增长 (%)		15.55%	25.57%

资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

注：北京雍禾曾应政府要求在 2020 年 2-3 月的一个半月期间限流

3.3. 雍禾医疗逐步点亮区域地图，深度开发核心市场

在 2021-2022 年，公司的医疗机构覆盖范围将扩展至海南、内蒙古两个未覆盖省份，且同时将在福建、广东、山东、江苏、浙江、贵州、上海、北京等收入水平较高的核心市场成立新医疗机构或升级现有医疗机构，从而在市场地理范围不断扩大的同时集中多点覆盖核心区域。

表 4：雍禾医疗将在 2021-2022 年逐步点亮区域地图，深度开发核心市场

	位置/家数	估计每家建业面积 (平方米)	目前状况	预计开业年份
成立新医疗机构计划	福建/1 家	2000	正在装修	2021 年
	广东/1 家	2089		
	江苏/1 家	2420		
	海南/1 家	1739		
	山东/1 家	2000	规划中	
	广东/1 家	2000	规划中	2022 年
	广西/1 家	2000		
	贵州/1 家	2000		
	内蒙古/1 家	2000		
	河北/2 家	2000		
	河南/2 家	2000		
	山东/2 家	2000		
浙江/2 家	2000			
升级现有医疗机构计划	新疆/1 家	2744	正在装修	2021 年
	上海/1 家	7303		
	广东/1 家	3804	规划中	2022 年
	贵州/1 家	3085		
	北京/1 家	9616	正在装修	

资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

4. 商研并重，优质合作进一步强化雍禾医疗竞争力

联合中山大学，公司有望引领毛发医疗技术迈入新阶段。毛囊移植可以有效的解决头发稀少的缺陷，然而自体毛囊数量有限，因此毛囊再生技术是解决该问题的理想途径，为解决此问题，中山大学药学院(深圳)王旭升研究团队及公司旗下的雍禾技术研究院开展了利用

干细胞再生毛囊的研发项目，并且取得了一定的突破，2021 年公司与中山大学毛囊再生研究团队达成战略合作，将通过建立产学研合作机制，共同利用毛囊再生研究平台，就人体毛囊再生技术进行攻关，同时开展抗焦虑型脱发药物等多项研发。公司与中山大学深度合作关系的建立，能够整合双方优势资源，有望在未来填补全球毛发医疗行业的技术空白。

图 25：雍禾医疗与中山大学达成人体毛囊再生技术战略合作



资料来源：雍禾医疗官方公众号，天风证券研究所

与多家互联网强企建立合作，持续推进品牌建设。雍禾医疗已设计出一套全面的营销策略，以线上与线下相结合的方式，使用多种形式的广告来宣传公司的产品及服务，其合作方包括腾讯、字节跳动、百度、微博及哔哩哔哩等多家大型互联网企业，有助于在目前植发行业集中度较低的状况下进一步提高品牌知名度，从而不断提高市场份额。

图 26：雍禾医疗与多家大型互联网企业建立合作，形成多样化的营销策略

雍禾医疗 营销策略



资料来源：雍禾医疗招股书，天风证券研究所

5. 风险提示

1. 机构扩张与升级致使费用难以控制的风险

雍禾医疗正处于机构网络扩张与升级阶段，需要耗费较高的开支，包括建设及装修费用以及设备成本，公司若未能合理控费，或目标地区经济环境发生变动，将会对公司盈利能力产生不利影响。

2. 国内植发行业竞争加剧的风险

目前国内植发行业竞争格局较为分散，众多植发企业大力推进技术革新及营销升级，若雍禾医疗未能在激烈的竞争中有效提升实力，将面临市场份额减小的风险。

3. 医疗事故及公司员工不当行为造成顾客索赔的风险

植发服务存在因营运产生的医疗事故、失职、医疗过失、不当行为索赔的固有风险，而解决该等事故可能产生巨额成本并对公司的声誉及业务造成重大不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com